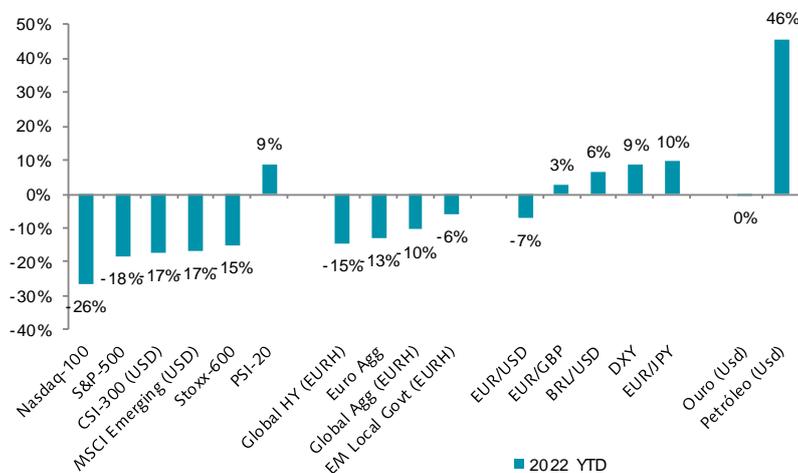


Alocação de Activos

No segundo trimestre do ano, a volatilidade dos mercados financeiros permaneceu elevada, alimentada pela subida da inflação e das taxas de juro e diminuição das expectativas de crescimento económico global. Para além da guerra na Ucrânia, também a política de *Covid-zero* na China contribuiu para a deterioração do sentimento dos investidores, num contexto de elevada incerteza e aumento das correlações entre classes de activos, em particular, entre as acções e obrigações.

A subida das correlações traduziu-se, até à data, em perdas significativas mesmo nas carteiras diversificadas, sem muitas alternativas de refúgio, com excepção das matérias-primas, nomeadamente o petróleo.

Rendibilidades desde o início do ano (YTD)



Fonte: Bloomberg.

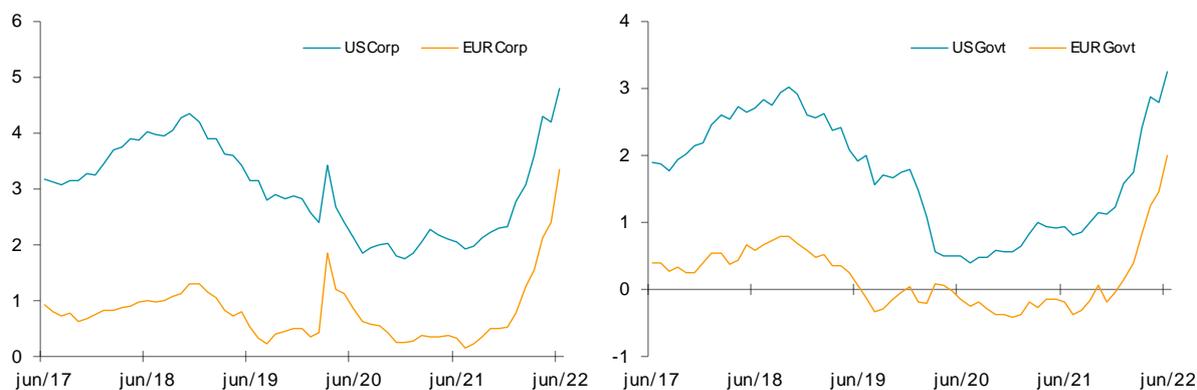
Mercados financeiros no segundo trimestre

Entre os mercados accionistas, os índices norte-americanos S&P-500 e Nasdaq-100 perderam 13,9% e 19,1%, respectivamente, no segundo trimestre. Desde o início do ano, acumulam perdas de 18,2% e 26,4%. Por sua vez, na Europa, os índices alemão (DAX) e francês (CAC) perderam 8,5% e 9,2%, no trimestre. O índice Europe Stoxx-600 desvalorizou 8,9% no

trimestre, acumulando uma perda de 14,9% desde o início do ano. Os *outliers* têm sido os mercados ibéricos, com o índice PSI a subir 8,7% e o índice IBEX a perder ‘apenas’ 5,4%, no ano.

Por sua vez, os mercados emergentes, medidos pelo índice MSCI Emerging Markets, perderam 5,9% nos últimos três meses, em USD, aumentando, deste modo, a perda anual para os 10,4%. Desde o início do ano, o mercado chinês (CSI300) perde 10,0%, em USD e, pela positiva, destaca-se o mercado brasileiro (IBOV) com uma perda de 3,9%, em BRL (em EUR, o índice regista um ganho de 9,5%).

Yields das Obrigações (%)



Fonte: Bloomberg. Indices Bloomberg Barclays

Entre as obrigações, o cenário foi igualmente negativo, penalizado pela forte subida da inflação e perspectiva de subida das taxas de juro pelos principais Bancos Centrais.

Nos Estados Unidos, a FED subiu a taxa de juro directora em 125 bp no trimestre, para os actuais 1,75%. Até ao final deste ano, o mercado desconta mais subidas, até aos 3,5%. A incorporação destas expectativas traduziu-se numa subida das *yields* ao longo de toda a *yield curve* dos Treasuries, desde o início do ano: as *yields* a 2 anos subiram 239 bp, para os 3,12%; as *yields* a 5 anos subiram 199 bp, para os 3,25%; e, no prazo dos 10 anos, as *yields* aumentaram 169 bp, para os 3,20%.

Por seu turno, na Zona Euro o BCE prepara-se para (finalmente) iniciar o ciclo de subida das taxas de juro, o qual deverá acontecer em Julho. De acordo com as taxas de juro implícitas no mercado, o BCE é esperado aumentar a taxa directora dos actuais -0,5% para os 1,0% até ao final deste ano e 1,50%-1,75% até meados de 2023. Deste modo, tal como nos Estados Unidos, também as *yields* da dívida soberana alemã (Bunds) registaram subidas significativas: 153 bp a 2 anos, para os 0,91%; 174 bp a 5 anos, para os 1,29%; e 172 bp a 10 anos, para os 1,55%.

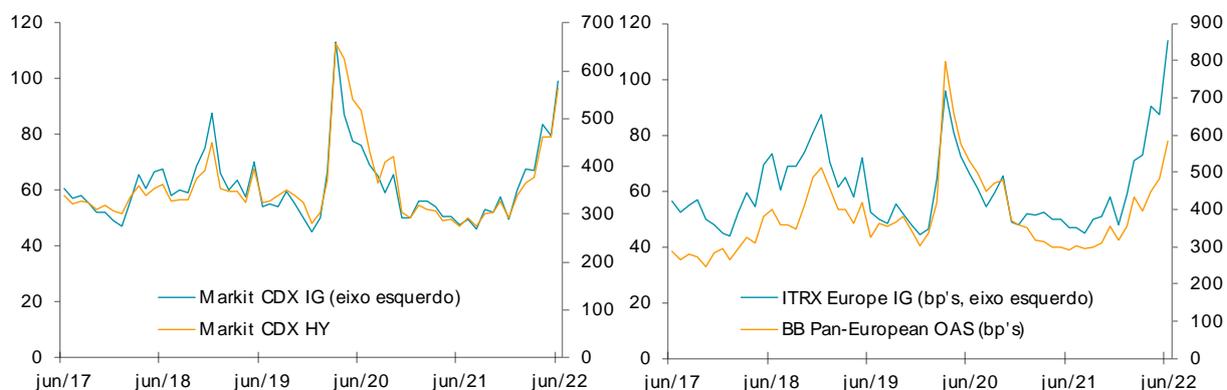
Entretanto, a necessidade de subida das taxas de juro de forma a combater a inflação conjugado com os elevados níveis de endividamento dos países periféricos colocou novamente na ordem-do-dia os riscos de fragmentação da Zona Euro, que se traduziram num significativo aumento dos prémios de risco, a 10 anos, da Itália (+62 bp desde o início do ano, para os 197 bp), Portugal (+45 bp, para os 109 bp), Espanha (+37 bp, para os 111 bp) e Grécia (+79 bp, para os 231 bp).

Em linha com as fortes desvalorizações das acções, nos mercados de obrigações *corporate* o trimestre ficou marcado pelo aumento igualmente expressivo dos *spreads* de crédito.

No segmento de *Investment Grade*, no segundo trimestre, os *spreads* subiram, em média, 28 bp e 36 bp nos Estados Unidos e Europa, respectivamente. Deste modo, no total do ano, os *spreads* já aumentaram 46 bp e 61 bp. Deste modo, em termos de *total return*, as perdas ascendem a 12,1% e 13,9%, respectivamente, em EUR.

Por sua vez, no segmento de *High Yield*, os *spreads* subiram, em média, 156 bp e 189 bp nos Estados Unidos e Europa, respectivamente. Deste modo, no total do ano, os *spreads* já aumentaram 239 bp e 266 bp. Assim, o índice Bloomberg Global High Yield Total Return regista uma perda de 14,5%, desde o início do ano, em EUR.

Spreads de Crédito (bp)



Fonte: Bloomberg.

Tal como referido, em 2022, a excepção ao mar de perdas descrito atrás têm sido as matérias-primas. Com efeito, a invasão da Ucrânia pela Rússia teve, entre muitas outras consequências, um efeito disruptivo nas cadeias de abastecimento de energia e cereais, sobretudo na Europa. Como tal, desde o início do ano, medidos pelos índices da S&P GSCI, em USD, os preços da Energia registam uma subida de 53,9%, e, por exemplo, o preço do Trigo subiu 17,3%. Em média, os produtos agrícolas subiram 8,4%. Pelo contrário, a perspectiva de abrandamento económico global, e em particular na China, traduziu-se numa correcção de 10,2% nos preços dos metais industriais; e, a forte apreciação do USD (+7,5% face ao EUR, desde o início do ano) tem limitado os ganhos na cotação do Ouro (-0,3%, desde o início do ano).

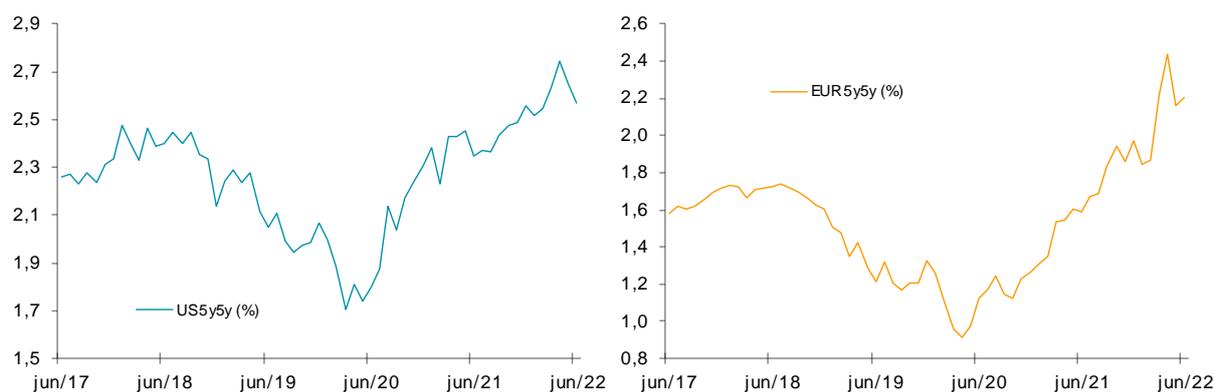
Outlook para o 3º trimestre

O contexto actual pauta-se, portanto, por uma elevada incerteza e ensombrado por vários factores de risco, como a subida da inflação e das taxas de juro e a possibilidade de uma recessão económica global.

Contudo, importa sublinhar alguns aspectos que, na nossa opinião, sustentam uma visão cautelosamente mais construtiva nos próximos trimestres e que poderão justificar o aumento gradual da exposição aos mercados, após o *repricing* significativo observado nos mercados tanto de acções como de obrigações.

Em primeiro lugar, as expectativas quanto à evolução futura da **inflação** permanecem relativamente *ancoradas* e perto dos objectivos dos bancos centrais. Nos Estados Unidos as taxas a 5 anos *forward* 5 anos (5y5y), utilizadas como referência para as expectativas de inflação, situam-se nos 2,57%, praticamente sem variação desde o início do ano; na Zona Euro, subiu 23 bp, para os 2,20%. Ou seja, sem dúvida que as expectativas para a inflação aumentaram nos últimos meses e a taxa de inflação não deve voltar rapidamente para os níveis pré-pandemia mas, enquanto os bancos centrais conseguirem manter a credibilidade, a diminuição da procura, induzida pelo abrandamento económico, e a regularização da oferta, induzida pela melhoria nas cadeias de abastecimento, deverão permitir a normalização da inflação para níveis mais próximos do objectivo. Por outro lado, importa não esquecer que o desenvolvimento tecnológico, apesar da incerteza actual, mantém o seu curso, com um impacto positivo na produtividade e, expectavelmente, na eficiência em termos de *pricing*.

Taxas de juro a 5 anos (*forward* 5 anos)



Fonte: Bloomberg.

Em segundo lugar, os elevados níveis de **endividamento**, público e privado, a nível global limitam a capacidade dos bancos centrais aumentarem as taxas de juro muito para além do já descontado pelos mercados. Assim, mesmo num cenário de normalização da taxa de inflação para níveis mais alinhados com os objectivos, as **taxas de juro reais** permanecerão historicamente baixas, não limitando sobremaneira o investimento e suportando as avaliações dos activos com risco, incluindo o imobiliário, historicamente uma fonte de problemas para os bancos (que actualmente se encontram muito melhor capitalizados do que em 2008).

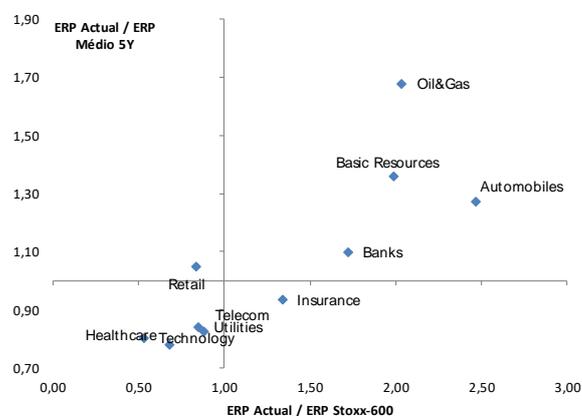
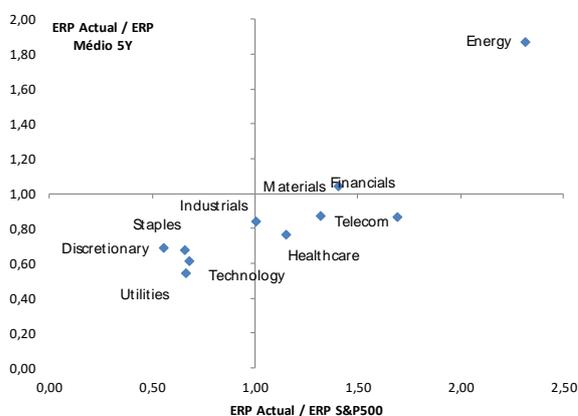
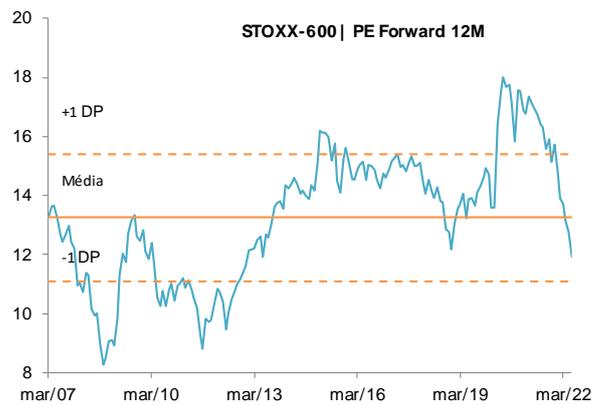
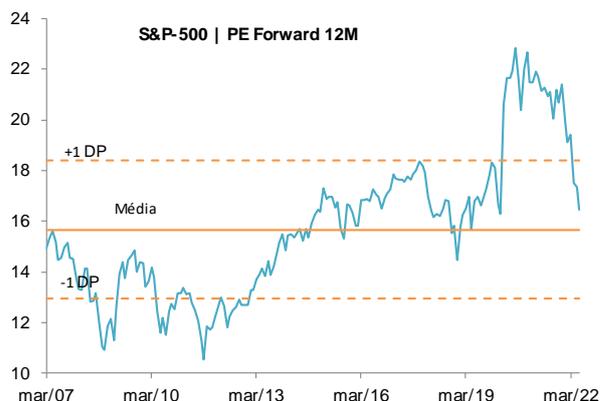
Em terceiro lugar, fruto do referido '*repricing* do risco' as **avaliações**, tanto das acções como das obrigações estão agora em níveis muito mais interessantes do que no final do ano passado.

Com efeito, o índice S&P-500 transaciona actualmente com um rácio *Price-to-Earnings* (PE) de 16,5x os resultados esperados para os próximos 12 meses, o que compara com os 21,4x em Dezembro de 2021, e 18,3x em Dezembro de 2019, quando já existia algum desconforto com as avaliações dos mercados accionistas. Por seu turno, na Europa, o mercado transaciona com um PE de 11,9x, que compara com 15,7x e 14,9x, respectivamente. Claro que esta queda nos múltiplos de avaliação não pode ser dissociada da subida das *yields* da dívida pública, mas, pelo menos na Europa, o prémio de risco (diferencial entre as *earning yields* das acções e as *yields* das obrigações 'sem risco') encontra-se bem acima da média dos últimos 15 anos. Nos Estados Unidos, no curto prazo, o *upside* do mercado parece mais limitado e vulnerável à diminuição do crescimento esperado para os resultados das empresas. Neste sentido, a divulgação dos resultados relativos ao 2º trimestre, durante o mês de Julho, permitirão aferir melhor o *outlook* das empresas, nomeadamente o impacto da recente subida da inflação nas respectivas margens.

Por sua vez, nos mercados obrigacionistas, os *spreads* de crédito *Investment Grade* encontram-se em níveis não observados desde 2013, na Europa. No segmento de *High Yield*, exceptuando o período coincidente com o início da pandemia, em Março de 2020, os *spreads* situam-se em valores máximos desde 2012. Não ignorando o risco de abrandamento económico e de aumento das taxas de *default*, na nossa opinião, estes *spreads* começam a remunerar apropriadamente o risco, em especial no caso de empresas com boas notações de *rating* de crédito.

Por último, apesar da incerteza reinante, na nossa opinião, os investimentos públicos, anunciados nas principais economias mundiais, na **digitalização** da economia e na **transição energética**, bem como na **industrialização** e em **infraestruturas**, deverão permitir evitar uma recessão económica severa.

Price-to-Earnings Ratio e Radar Sectorial



Fonte: Bloomberg, Banco Invest. ERP – Equity Risk Premium (prémios de risco).

Concluindo, o *outlook* macroeconómico permanece, sem dúvida, incerto e aconselha prudência. Apesar do *repricing* observado nas várias classes de activos, o potencial para a diminuição dos actuais prémios de risco, tanto das acções como das obrigações, parece limitado, no curto prazo. O que não significa que continuem a subir, mas uma descida sustentada dos prémios de risco passará, na nossa opinião, pelo desanuviar das tensões geopolíticas e diminuição das pressões inflacionárias. Neste sentido, a **volatilidade** deverá permanecer elevada, mas com a recente subida das *yields*, as obrigações de **dívida pública** começam novamente a adicionar alguma **diversificação** às carteiras. Entre os mercados accionistas, mantemos uma abordagem global e a exposição às grandes **tendências** dos próximos anos, como transição energética e a digitalização, cujos impactos serão transversais aos vários sectores económicos. Ainda que o potencial de valorização possa permanecer limitado no curto prazo pela incerteza reinante, as avaliações das acções melhoraram de forma expressiva e oferecem agora melhores perspectivas a médio e longo prazo.

Paulo Monteiro

Invest Gestão de Activos – SGOIC, SA

Redigido em 28 de Junho de 2022

Cotações em 27 de Junho de 2022

Disclaimer

A informação contida neste documento foi elaborada pelo Departamento de Gestão de Activos e tem carácter meramente informativo e particular, utilizando informação económica e financeira disponível ao público e considerada fidedigna. No entanto, a sua precisão não pode ser totalmente garantida e nada obsta a que aquelas fontes possam, a qualquer momento e sem aviso prévio, ser alteradas pelo Banco Invest.

As opiniões expressas reflectem o ponto de vista dos autores na data da publicação, sujeitas a correcções, e podem ser diferentes ou contrárias a opiniões expressas por outras áreas do grupo, como resultado da utilização de diferentes critérios e hipóteses. Assim, qualquer alteração verificada nas condições de mercado poderá implicar alterações ao conteúdo informativo deste relatório, cuja exactidão, veracidade, validade e actualidade deverá ser sempre devidamente analisada, avaliada e atestada pelos respectivos destinatários. Não há qualquer periodicidade na emissão dos presentes relatórios.

O presente documento é divulgado aos seus destinatários como mera ferramenta de apoio à tomada de decisão de investimento, não devendo nem podendo substituir qualquer julgamento próprio dos seus destinatários, sendo estes, por isso, inteiramente responsáveis pelos actos e omissões que pratiquem. O presente documento e as eventuais recomendações de investimento aqui contempladas não podem em nenhuma circunstância ser consideradas como consultoria para investimento. O Banco Invest rejeita assim a responsabilidade por quaisquer eventuais danos ou prejuízos resultantes, directa ou indirectamente da utilização da informação referida neste documento independentemente da forma ou natureza que possam vir a revestir. Não é permitida a reprodução total ou parcial deste documento, sem autorização prévia do Banco Invest. Mais se declara inexistirem quaisquer situações de conflito de interesses tendo por objecto o título e/ou emitente a que se reporta o presente documento, por um lado, e o autor da presente recomendação ou o Banco Invest, SA, por outro. O Banco Invest, ou os seus colaboradores, poderão deter, a qualquer momento, uma posição sujeita a alterações, em qualquer título referenciado neste documento. O Banco Invest, SA encontra-se sujeito à supervisão da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários e do Banco de Portugal.